



不对称加息、特种存款、单周 5 次正回购，货币政策更趋灵活

2007 年第 45 期 总第 190 期

2007 年 12 月 24 日

中汇银研究部

研究员

韦瑶瑶 010-58938787-806

weiyaoyao@bondcenter.cn

最新报告

- ◆ 加息步伐放缓 债市或有喘息机会
- ◆ “双防止”明年调控力度或将加大

订阅价格

全年 2800 元 半年 1500 元

与我们联系

电话: 8610-5893 8787

Email: research@bondcenter.cn

地址: 北京市海淀区万寿路

乙 15 号东楼 1515 室

邮编: 100036

http://www.bondcenter.cn

本期摘要

- ▶ 年内第六次加息表明，在“美联储降息”和“国内通胀压力”之间，央行把国内通胀问题看得更重。此次加息有以下几个特点：一是除活期存款利率下调外，其余存款期限越长，利率上调幅度越小。央行解释说，这样调整有利于引导居民等各类经济主体更多地存放短期定期存款，较快地得到更多的收益，提高应对物价上涨的能力。二是贷款利率上调幅度较小，主要是为了减轻年内五次加息对经济产生的负面效应。同时，五年以上贷款利率不做调整，能减轻加息对购房者以及银行房地产贷款的影响。三是不对称加息使作为基准利率的一年期存贷款利差缩小，理论上来说有利于抑制商业银行贷款冲动。但由于目前活期存款在银行存款中占比高达 40%以上，其利率的下调使此次不对称加息对银行存贷利差的影响小了很多。另外，一年期存款利率上调 27 个基点，“负利率”现象进一步得到缓解，能稳定居民通胀预期。
- ▶ 本月初，中央经济工作会议明确提出明年要实施“从紧的货币政策”。从今年的情况看，6 次加息，10 次上调存款准备金率，货币政策实际上已经处于一种从紧的状态。同时，这些政策的累积效应在逐渐显现。那么明年货币政策从表述上说“从紧”，但具体政策出台的力度和频率可能比不上今年。从目前的情况看，明年货币政策更倾向于从控制贷款的角度对经济进行调控。
- ▶ 央行年内再次启动特种存款，表明央行回笼流动性的手段更趋多元化。通过特种存款方式，锁定公开市场操作和定向央票未涉及到的“死角”，可以较大力度的抑制特定金融机构的放贷冲动。
- ▶ 由于年底前无新股发行，本周央行明显加大了回笼流动性的力度。本周共进行 5 次正回购操作，创下了单周正回购操作次数的最高纪录，净回笼资金 1120 亿元，创本季度最大单周净回笼量。下周有 680 亿央票、930 亿正回购到期，但考虑到下周二上调存款准备金率缴款以及下周四开办特种存款，央行下周公开市场操作力度可能较为温柔。本周二、周四央行均进行了 7 天正回购操作，正是为了缓解存款准备金率缴款以及开办特种存款时市场利率出现较大幅度波动。

第一部分 宏观要闻

央行年内第六次调整存贷款基准利率

中国人民银行 12 月 20 号晚间发布公告称，决定从 2007 年 12 月 21 日起调整金融机构人民币存贷款基准利率，一年期存款基准利率由现行的 3.87% 提高到 4.14%，上调 0.27 个百分点；一年期贷款基准利率由现行的 7.29% 提高到 7.47%，上调 0.18 个百分点；其他各档次存、贷款基准利率相应调整。

- 央行年内第六次加息表明，在“美联储降息中美利差缩小”和“国内通货膨胀压力”之间，央行把国内通胀问题看得更重。与前五次相比，年内第六次加息有以下几个特点：
- 一是各期限存款利率调整幅度不一。除活期存款利率 5 年来首次下调，由现行的 0.81% 下调 19 个基点至 0.72% 外，其余各期限存款出现期限越长，上调幅度越小的特点。其中，3 个月存款利率上调 45 个基点，半年期存款利率上调 36 个基点，一年期存款利率上调 27 个基点，二至五年期存款利率上调 18 个基点，五年及以上存款利率上调 9 个基点。央行对此的解释是，由于活期存款的主要功能是由于用于即期支付结算，上述调整有利于引导居民等各类经济主体更多地存放短期定期存款，在保持存款流动性的同时，可以较快地得到更多的收益，提高应对物价上涨的能力。可以看到，央行并不希望用“加息”使中长期储蓄从股市回流，而只是通过向短期存款支付利息对短期物价上涨做出补偿。
- 另外，此次下调活期存款利率加大了短期资金的炒作成本，能有效缓解近年来愈发严重的储蓄存款“活化”现象，避免资金在不同市场间流动造成冲击。
- 二是贷款利率上调幅度较小。其中，一年期贷款利率上调 18 个基点，六个月、二至五年贷款利率上调 9 个基点，五年以上贷款利率不做调整。主要是为了减轻年内五次加息对经济产生的负面效应。此前，由于生产资料价格不断上涨，贷款成本不断增加，物价高企使得内需难以启动，部分中小企业已经出现了经营困难。此次贷款利率仅小幅上升可以减轻加息对实体经济带来的冲击。另外，对于自住型的购房者来说，其月还款额将从明年 1 月起开始上调，年内 5 次加息对购房者形成较大的经济压力。央行在出台第二套房贷细则的同时保持五年以上贷款利率不变，能减轻加息对自住型购房者的影响，稳定社会情绪。同时，在目前住房贷款在银行贷款中占较大份额的背景下，持续加息使银行贷款坏账增加、提前还贷等风险加大，五年以上贷款不加息也是对银行及其近年改革成果的一种保护。
- 三是不对称加息使作为基准利率的一年期存贷款利差进一步缩小。此次一年期存款利率上调 27 个基点，至 4.14%，使“负利率”现象进一步得到缓解，有利于稳定居民通胀预期。而一年期贷款利率仅上升 18 个基点，

为 7.47%。作为基准利率的一年期存贷款利差进一步缩小，理论上来说有利率抑制商业银行贷款冲动。但由于目前活期存款在银行存款中的比例高达 40%以上，活期存款利率的降低使此次不对称加息对银行存贷利差的影响小了很多。

- 本月初，中央经济工作会议明确提出明年要实施“从紧的货币政策”，这是 10 多年来我国首次提出要实施从紧的货币政策，此前的提法一直是稳健和稳中从紧。从今年的情况看，6 次加息，10 次上调存款准备金率，年内货币政策实际上已经处于一种从紧的状态。同时，这些调控政策的累积效应在逐渐显现。而央行此次加息更倾向于对短期利率做出补偿，或表明央行对通胀时间的判断更趋向于短期。那么明年货币政策从表述上说“从紧”但具体政策出台的力度和频率可能比不上今年。从目前的情况看，明年货币政策更倾向于从控制贷款的角度对经济进行调控。

央行再次启动特种存款

央行决定，在本月 27 日再次开办特种存款，期限为 3 个月期和 1 年期，年利率分别为 3.37%和 3.99%。开办对象主要是公开市场一级交易商以外的部分农信社和城商行等金融机构，采取自愿申报额度的方式。

此前，今年 10 月 23 日，央行重启了 20 年未用过的特种存款，以吸收城商行及农信社的流动性。

- 央行年内再次启动特种存款，表明央行回笼流动性的手段更趋多元化。与上调存款准备金率和公开市场操作相比，特种存款更具有针对性。因为上调存款准备金率是针对所有金融机构，而公开市场操作是针对一级市场公开交易商。从目前信贷增长所带来的流动性过剩格局看，今年以来各农村信用社存款增长很快，贷款规模迅速增长。同时，城市商业银行因承担着城市建设融资的重任，贷款冲劲较强，推动了信贷过快增长。通过特种存款方式，锁定公开市场操作和定向央票未涉及到的“死角”，可以较大力度的抑制特定金融机构的放贷冲动。

今年 1-11 月财政收入同比增长 33.5%

根据 19 日财政部部长谢旭人公布的数据，今年 1-11 月全国财政收入累计 48177.12 亿元，完成预算的 109.3%，比去年同期增长 33.5%。预计今年全年财政收入将达到 5.1 万亿元左右，比上年增长 31%左右。2003-2007 年全国财政收入累计约 17 万亿元，比上一个五年增加 10 万亿元，年均增长 22%。

- 今年我国财政收入将首次突破 5 万亿元，同时，31%的增速也创下数十年来最大增幅。财政收入大幅增长既得益于我国今年经济快速增长以及企业经济效益和居民收入的逐步提高，也得益于下调商品出口退税、上调股票印花税等宏观调控带来的税收增加。考虑到未来我国经济增长潜力仍很巨

大，同时，税收征管不断强化、资源税改革等将使税收机制更趋完善，未来几年财政收入仍将保持较快的增长速度。

- 5.1 万亿的财政收入，比今年 3 月两会期间通过的 2007 年度预算案净增收 7000 亿元左右。年底突击花钱或将使市场资金面更为充裕。

2008 财政政策定调：主攻结构调整、维持物价稳定

财政部部长谢旭人在 19 日开幕的全国财政工作会议上说，今后一个时期，财政部将不断加强和改善财政宏观调控，综合运用税收、预算、国债、贴息、转移支付、政府采购等多种工具，并注重与货币政策、产业政策等协调配合，着力推进经济结构调整和发展方式转变。

谢旭人表示，要运用财税杠杆，大力支持粮油肉等农产品生产，保障基本生活必需品供应，抑制物价过快上涨。做好必需商品进口以及储备物资投放等相关财政工作，促进市场供求平衡和物价基本稳定。要密切关注价格上涨对民生的影响，及时落实各项财政补贴政策，保障困难群体基本生活。

谢旭人称，今后财政部还将进一步完善出口退税、关税等相关政策措施，抑制高耗能、高污染、资源性产品出口，支持高附加值产品出口，鼓励资源性、节能降耗、关键零部件等产品进口。实施鼓励节能环保的进口税收优惠政策。支持企业创新对外投资与合作方式，促进企业在研发、生产、销售等方面开展国际化经营。

此外，谢旭人还表示，明年要适当减少财政赤字和长期建设国债规模。中央基本建设投资重点用于改善农村生产生活条件、生态环保、社会事业领域项目及重大基础设施项目建设。

11 月国房景气指数又创新高

根据国家统计局 17 日发布的数据，11 月“国房景气指数”为 106.59，比 10 月份上升 0.85 点，同比上升 2.67 点，

其中，房地产开发投资分类指数为 104.53，比 10 月份上升 0.11 点，同比上升 3.07 点。1-11 月份，全国完成房地产开发投资 21632 亿元，同比增长 31.8%。

资金来源分类指数为 107.93，比 10 月份上升 3.03 点，同比上升 4.63 点。1-11 月份，全国房地产开发企业资金来源为 32043 亿元，增长 40.8%。

土地开发面积分类指数为 98.04，比 10 月份上升 0.42 点，同比回落 3.49 点。1-11 月份，全国房地产开发企业完成土地开发面积 2.14 亿平方米，增长 8%。

房屋施工面积分类指数为 105.54，比 10 月份下降 0.10 点，同比上升 2.78 点。1-11 月份，全国房屋施工面积 21.66 亿平方米，增长 23.0%。

商品房空置面积分类指数为 111.97，比 10 月份上升 1.26 点，同比上升 6.54 点。截止到 11 月末，全国商品房空置面积为 11797 万平方米，同比下降 4.5%。其中，空置商品住宅 5766 万平方米，下降 14.2%。

11 月房价涨幅又创历史新高

根据国家发改委、国家统计局 20 日联合发布的调查数据，11 月份，全国 70 个大中

城市房屋销售价格同比上涨 10.5%，涨幅比上月提高 1.0 个百分点。

其中，新建商品住房销售价格同比上涨 12.2%，涨幅比上月高 1.6 个百分点；二手房销售价格同比上涨 9.3%，涨幅比上月高 0.6 个百分点；非住宅商品房销售价格同比上涨 6.4%，涨幅比上月低 0.3 个百分点。

近几个月来，一线城市商品房价格呈现“缩量上涨”态势，从公布的调查数据来看，北京、上海、深圳等一线城市房价依然涨势不改，同时部分二三线城市房价涨幅进一步扩大，从而带动 11 月份全国房价涨幅再创新高。

- 11 月国房景气指数攀升至两年来的最高点，也是自今年 3 月以来连续第 8 个月环比攀升。从构成国房景气指数的各子项看，土地开发面积分类指数已连续几个月同比回落或表明今年的紧缩调控对房地产商产生了一定影响。但资金来源分类指数强劲上升以及 11 月全国住宅空置面积下降表明市场需求依然充足，未来房地产市场仍存在进一步“过热”的风险。

第二部分 公开市场操作

本周央行公开市场操作概要

央行公开市场操作一览（12月17日~12月21日）

名称	招标时间	期限	金额(亿元)		参考收益率(%)	
			本周	同比上周	本周	同比上周 (bp)
07 央行票据 136	星期二 12-18	1 年	200	50	3.9933	0
正回购	星期二 12-18	7 天	220	80	2.8	30
正回购	星期二 12-18	28 天	450	220	3.3	0
07 央行票据 137	星期四 12-20	3 年	100	20	4.47	0
07 央行票据 138	星期四 12-20	3 个月	280	230	3.4071	0
正回购	星期四 12-20	7 天	220		2.8	30
正回购	星期四 12-20	28 天	390	240	3.3	0
正回购	星期四 12-20	91 天	50		3.4	
回笼合计	--	--	1910	1110		
到期央票	--		430	-990		
到期正回购			360	338		
到期合计	--		790	-805		
净投放	--	--	-1120	-1915	--	--

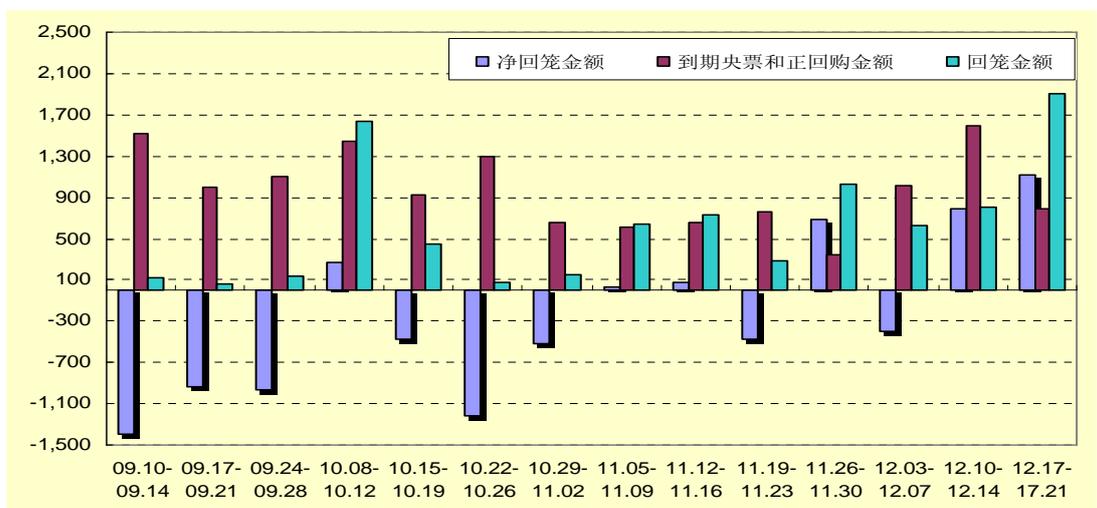
资料来源：中国人民银行，中汇银研究部

周二，央行公开市场操作发行 200 亿元一年期央票，220 亿元 7 天正回购，450 亿元 28 天正回购，周四发行 100 亿元三年期央票，280 亿元 3 个月央票，390 亿元 28 天正回购，220 亿元 7 天正回购，50 亿元 91 天正回购。

本周到期央票 1420 亿元，到期正回购 175 亿元。央行公开市场操作净投放资金 795 亿元。

央行加大公开市场操作力度

近期央行公开市场操作资金量情况（单位：亿元）



资料来源：中国人民银行，中汇银研究部

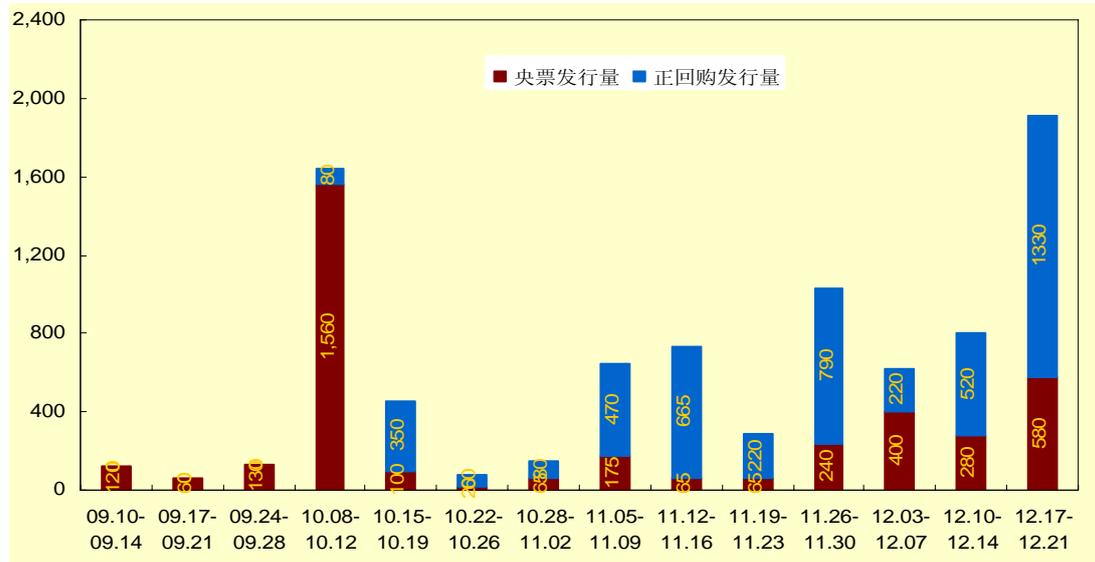
由于年底前无新股发行，本周央行明显加大了回笼流动性的力度。在周四的公开市场

操作中，除进行 28 天正回购外，还进行了 7 天和 91 天的正回购操作，使本周正回购操作次数达到 5 次，创下了单周正回购操作次数的最高纪录。本周净回笼资金为 1120 亿元，创本季度最大单周净回笼量。

下周有 680 亿央票、930 亿正回购到期，但考虑到下周二上调存款准备金率缴款以及下周四开办特种存款，央行下周公开市场操作力度可能较为温柔。本周二、周四央行均进行了 7 天正回购操作，正是为了缓解存款准备金率缴款以及开办特种存款时市场利率出现较大幅度波动。

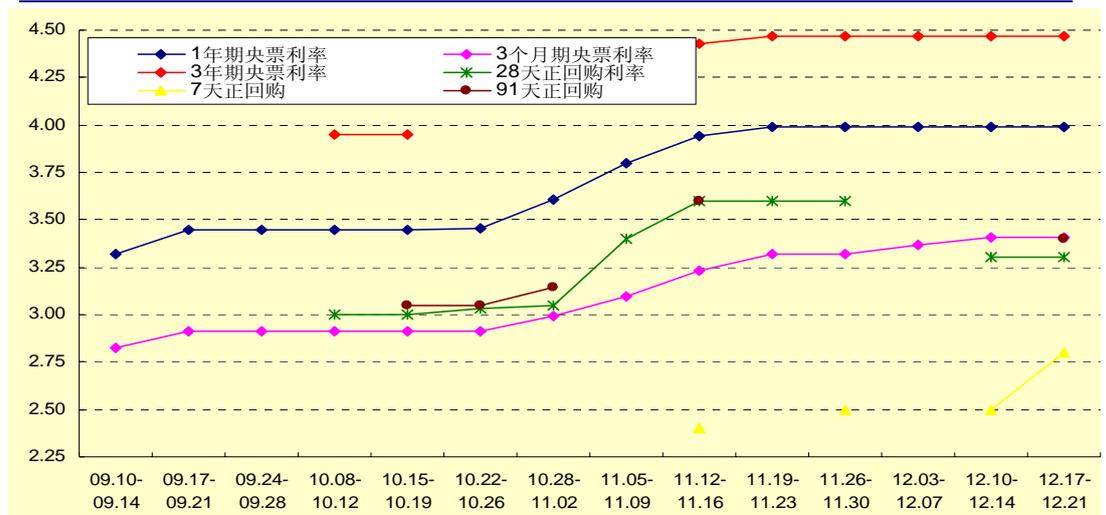
央票发行利率保持平稳

近期央行公开市场操作品种结构（单位：亿元）



资料来源：中国人民银行，中汇银研究部

近期央行公开市场操作主要品种利率（单位：%）



资料来源：中国人民银行，中汇银研究部

本周除 7 天正回购比上周上涨 30bp 达到 2.8%外，其余各期央票和正回购发行利率均与上周持平。其中，三个月央票发行利率经过连续两周小幅上升后稳定在 3.4071%的

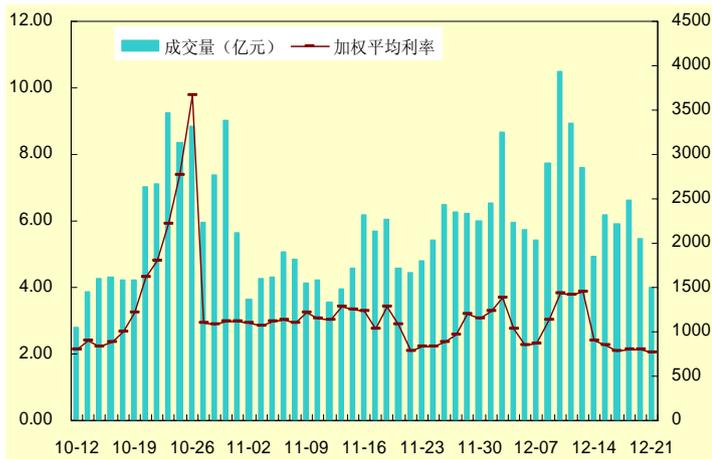
水平，一年期与三年期央票连续 4 周保持稳定。随着央行年内第六次加息，下周各期央票发行利率均将出现不同程度的上升。考虑到下周上调存款准备金率缴款以及央行开办特种存款，短期资金面较为紧张，央票发行利率上升幅度或将呈现短期上升幅度大于长期的现象。

第三部分 货币市场

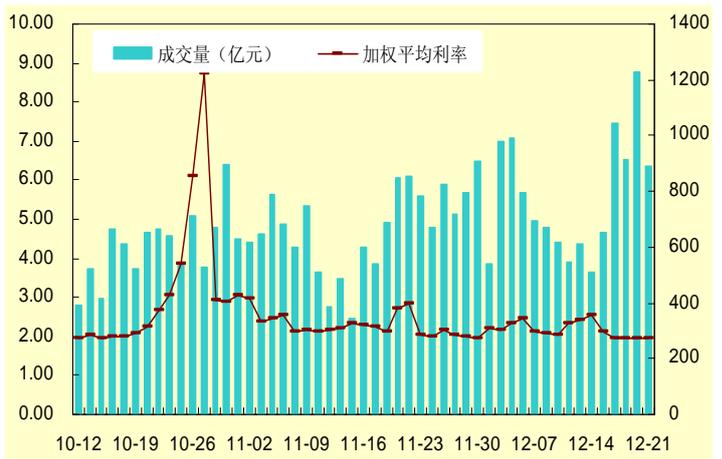
本周货币市场概要

本周，银行间同业拆借成交 705 笔，总计 5517.16 亿元，与上周 2935.20 亿元相比增加了 87.97%；质押式回购成交 1786 笔，累计 10568.31 亿元，与上周 14878.97 亿元相比减少了 28.97%。本周信用拆借加权平均利率为 1.9573%，与上周 2.2722%相比下跌了 0.3149 个百分点；质押式回购加权平均利率为 2.1403%，与上周 3.4938%相比下跌了 1.3535 个百分点。在交易品种方面，同业拆借以 IB0001 成交量为最大，所占份额达到 91.84%；债券质押式回购以 R001 品种的成交金额最大，所占份额达到 72.23%。

近期银行间质押式回购交易情况

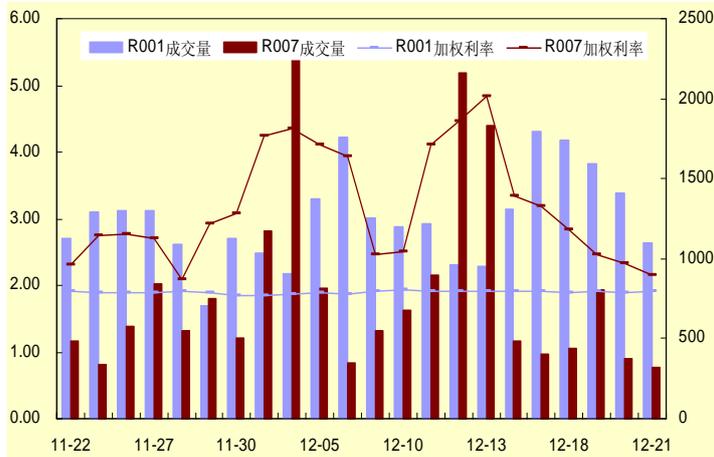


近期银行间拆借交易情况



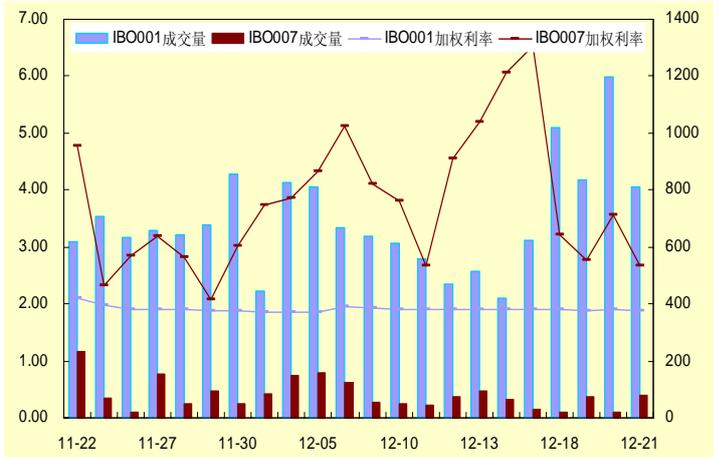
资料来源：中国货币网，中汇银研究部

近期银行间质押式 1 天、7 天回购交易情况



资料来源：中国货币网，中汇银研究部

近期银行间同业拆借 1 天、7 天品种交易情况

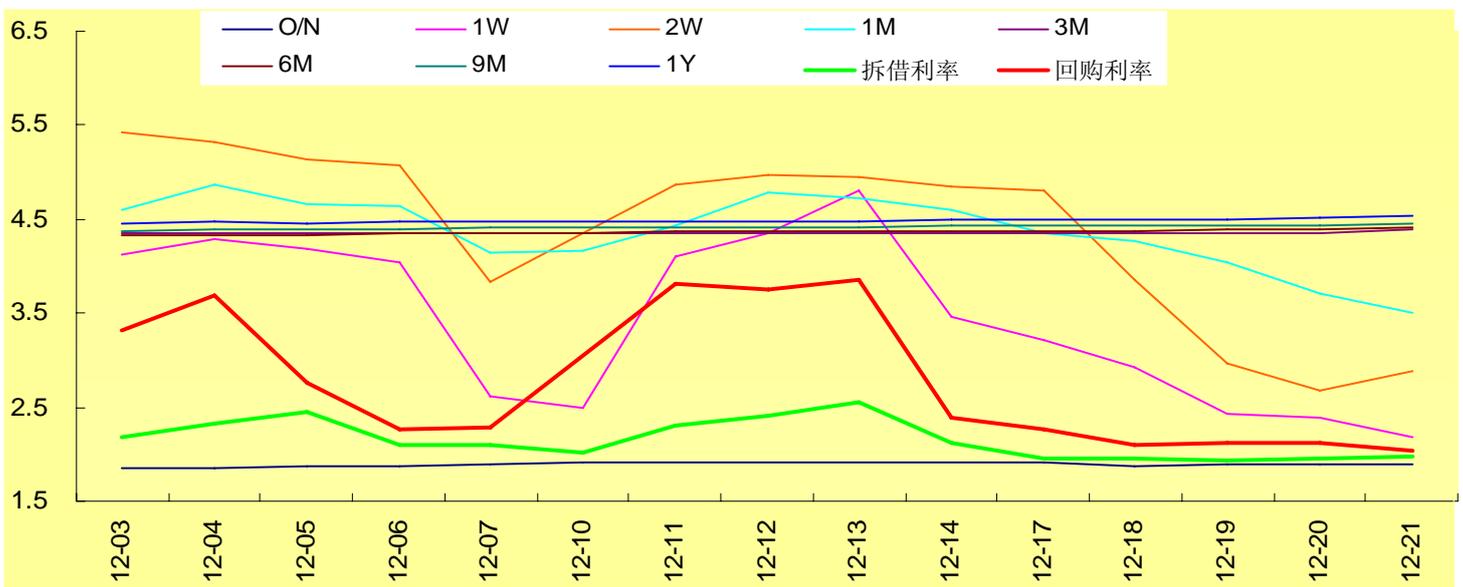


SHIBOR 与 货币市场利率走势

本周央行明显加大了公开市场操作的力度，全周共回笼资金 1120 亿元，创下第四季度单周回笼资金量最大记录，但在太平洋保险等多只新股申购资金解冻以及年内无新股申购的背景下，市场资金面明显宽裕，各期限资金利率小幅下行。周四晚间央行宣布加息，存贷款利率结构有所变化，同时存贷利差进一步缩窄。加息的时点出乎市场意料，但由于市场资金充裕，加息并未给市场利率带来冲击。与周四相比，周五各期限 shibor、回购、拆借利率仅略微上升。

下周二上调存款准备金率缴款、周四开办特种存款，将给市场资金面带来冲击。但考虑到央行本周发行的 440 亿 7 天正回购下周到期以及央行下周可能放松公开市场操作力度，预计存款准备金率缴款以及特种存款不会对资金面造成过大的影响，年前市场资金面仍将保持较为充裕的流动性。

SHIBOR 与 货币市场利率走势图



资料来源：中国货币网，中汇银研究部

SHIBOR 与 货币市场利率表

期限 日期	O/N	1W	2W	1M	3M	6M	9M	1Y	拆借利率	回购利率
12-17	1.9030	3.2059	4.8060	4.3470	4.3473	4.3790	4.4312	4.4927	1.9484	2.2747
12-18	1.8812	2.9164	3.8632	4.2634	4.3548	4.3817	4.4346	4.4965	1.9629	2.1094
12-19	1.8955	2.4268	2.9680	4.0395	4.3520	4.3857	4.4382	4.5019	1.9428	2.1212
12-20	1.8914	2.3875	2.6688	3.7146	4.3574	4.3894	4.4400	4.5087	1.9635	2.1161
12-21	1.8928	2.1818	2.8823	3.5026	4.3890	4.4193	4.4615	4.5321	1.9687	2.0297
一周变化	-0.0102	-1.0241	-1.9237	-0.8444	0.0417	0.0403	0.0303	0.0394	0.0203	-0.2450

资料来源：中国货币网，中汇银研究部

第四部分 债券市场

债券发行

本周票据发行情况

序号	债券名称	实际发行量 (亿元)	付息方式	票面利率 (%)	期限	发行价格 (元)	参考收益率 (%)
	合计	142.2					
1	2007年武汉钢铁集团财务有限责任公司金融债券	13	付息式固定利率	5.05	3年	100	
2	2007年中国广东核电集团有限公司公司债券	20	付息式固定利率	5.9	15年	100	
3	青岛前湾集装箱码头有限责任公司2007年第一期短期融资券	5.5	贴现式		1年	94.61	5.7127
4	中粮集团有限公司2007年第二期短期融资券	30	利随本清	4.86	1年	100	
5	2007年西部矿业集团有限公司公司债券	5	付息式固定利率	6.1	10年	100	
6	2007年山西焦煤集团有限责任公司公司债券	15	付息式固定利率	6.05	10年	100	
7	2007年国家开发投资公司第二期短期融资券	20	利随本清	4.86	1年	100	
8	北京京客隆商业集团股份有限公司2007年短期融资券	3.7	利随本清	7.08	6个月	100	
9	2007年北汽福田汽车股份有限公司第一期短期融资券	5	利随本清	6.3	9个月	100	
10	2007年中国诚通控股集团有限公司公司债券	5	付息式固定利率	6.05	10年	100	
11	中国华能财务有限责任公司2007年第一期金融债券	17	付息式固定利率	5.5	5年	100	
12	2007年浙江恒逸集团有限公司短期融资券(第一期)	3	利随本清	7.3	1年	100	

资料来源：中国债券信息网，中汇银研究部

银行间现券交易

本周，银行间市场现券交易结算 2305 笔，比上周 1784 笔增加 521 笔，交割金额 5865.5724 亿元，比上周 4300.67 亿元增加 1564.9024 亿元。日均结算 461 笔、1173.11448 亿元。

本周有 409 只债券发生了结算。各品种交割额分别为：国债 1143.5256 亿元/42 只，政策性银行债 944.5356 亿元/83 只，央行票据 2882.0976 亿元/52 只，商业银行债 111.53 亿元/17 只，企业债 187.733 亿元/44 只，短期融资券 575.6505 亿元/170 只。

央票和国债是本周现券交易结算的主体部分，结算量分别占本周现券交易结算量的

49.14%和 19.5%。其次是金融债和短期融资券，分别达到占比 16.1%和 9.81%。